

Mgr Krzysztof Semczuk
Departament Prawny
Kredyt Bank SA

CHARAKTER PRAWNY KONTRAKTU SWAP

Wprowadzenie

Podstawowym celem tego artykułu jest przedstawianie charakterystyki prawnej *swapów* na gruncie prawa polskiego, zarówno w ujęciu publiczno-, jak i prywatnoprawnym. Nie da się tego, moim zdaniem, zrobić bez przedstawienia praktycznej strony funkcjonowania *swapów*. Na zakończenie spróbuję także odnieść się do pewnych tendencji, które – jak się zdaje – mogą doprowadzić do przekształcenia pochodnych instrumentów finansowych w umowy nazwane.

Swapy zajmują ugruntowaną pozycję na rynkach finansowych od wielu lat¹, a ze względu na swoją uniwersalność i elastyczność są instrumentem dynamicznie rozwijającym się. Warunki rynkowe wymuszają z kolei coraz bardziej szczegółowe ujęcie obrotu *swapami* w ramy prawne. W prawodawstwie polskim jak dotychczas nie dokonano tego w sposób choćby nawet względnie szczegółowy. Z kolei w krajach o bardziej rozwiniętych rynkach finansowych przynajmniej poważnie rozważa się objęcie ściślejszą regulacją rynków pozagiełdowych instrumentów finansowych.

Ogólna charakterystyka i zastosowanie *swapów*

Zgodnie z tradycyjną definicją ekonomistów *swap* (ang. zamiana, wymiana) prowadzi do uregulowania pomiędzy stronami przyszłych strumieni płatności na określonych w nim warunkach. Strony kontraktu ustalają w nim takie elementy, jak waluta lub waluty płatności, oprocentowanie, terminy i częstotliwość płatności, cena transakcji, daty rozpoczęcia i zakończenia umowy, jak również ewentualne zabezpieczenia.

Przyjmuje się, że podstawową funkcją *swapów* jest zamiana jednego ryzyka na inne². Kontrakty *swap* zawierane są zwykle pomiędzy stronami o różnych możliwościach rynkowych w zakresie pozyskania środków w chwili, gdy możliwa do zrealizowania na rynku transakcja o obiektywnie najkorzystniejszych parametrach dla danej strony (istniejąca przewaga komparatywna na określonym rynku³) jest odmienna od jej preferencji.

Swapy można podzielić według różnych kryteriów, a ściślej – na różne kategorie można podzielić ryzyka, jakie te instrumenty pozwalają zabezpieczyć. Podział podstawowy to rozróżnienie między *swapem* walutowym (*currency swap*, *FX Swap*) a odsetkowym (*interest rate swap* – *IRS*)⁴. Ryzyko walutowe (kursowe), polegające na niebezpieczeństwie wystąpienia niekorzystnych zmian kursów walut, ograniczane jest poprzez zamianę płatności w jednej walucie na płatności w innej walucie, a ryzyko odsetkowe (stopy procentowej) – poprzez zamianę płatności dokonywanych w oparciu o jedną stopę procentową na dokonywane w oparciu o inną (najczęściej chodzi o zamianę stopy procentowej zmiennej na stałą lub zmiennej na inną zmienną).

Swapy można podzielić także na instrumenty oparte na aktywach (*asset swap*) i pasywach (*liability swap*). *Swap* oparty na pasywach pozwala zamienić ryzyko związane z danym zobowiązaniem na związane z innym, a oparty na aktywach polega na zamianie ryzyka wynikającego z posiadania jednego aktywa (np. zakup obligacji o stałym oprocentowaniu w walucie X) na inne (pożyczka udzielona innemu podmiotowi w walucie Y oprocentowana według stopy zmiennej).

Od kilku lat na rynek wkraczają instrumenty pozwalające ograniczyć także inne ryzyka – np. *swapy* indeksowe⁵ i kredytowe.

¹ Przyjmuje się, że pierwsze transakcje *swap* zostały zawarte w 1981 r. Pierwszymi bankami, które tworzyły te transakcje były Bank Światowy i Deutsche Bank.

² Por. A. McDougal, *Swapy. Techniki zawierania transakcji i zarządzanie ryzykiem*, Dom Wydawniczy Dom Wydawniczy ABC, Kraków 2001, s. 24.

³ Twórcą tej teorii jest D. Ricardo. Jej praktyczne zastosowanie do praktyki rynku *swapów* jest jednak kwestionowane – por. J. Hull, *Kontrakty terminowe i opcje. Wprowadzenie*, WIG-Press, Warszawa 1999, s. 167 i n.

⁴ Istnieją również *swapy* walutowo-procentowe (CCIRS – *Cross Currency Interest Rate Swap*, zw. także *Cross Currency Swap*, *Currency Coupon Swap*, *Circus Swap*) – jest to, moim zdaniem, odmiana *swapu* procentowego, gdyż w ramach transakcji wymieniają się okresowo płatności odsetkowe, ale naliczane są one od kwot nominalnych w różnych walutach.

⁵ *Swapy* indeksowe to inaczej *swapy* akcyjne, o których mowa w Prawie o publicznym obrocie i projekcie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi – polegają na zamianie płatności odsetkowej obliczanej od kwoty kapitału według stałej stopy procentowej na płatność odsetkową, ale naliczaną zgodnie ze zmianami indeksu giełdowego (mogą one przybrać charakter *Overnight Index Swap*).

Pochodne instrumenty finansowe w polskim ustawodawstwie po 1989 r.⁶

Przechodząc do uwag *de lege lata* należy kilka zdań poświęcić historii regulacji obrotu instrumentami finansowymi w Polsce. Pochodne instrumenty finansowe, jako pewna grupa transakcji na rynku finansowym, które posiadają określone wspólne cechy, wprowadzane są do prawa polskiego po 1989 r. z dużym trudem. Wydaje się, że ustawodawca, tolerując ich istnienie, stara się nie dotykać tej materii, o ile nie jest to absolutnie niezbędne, a więc działalność ustawodawcza na tym polu przypomina bardziej „łatanie dziur”, niż jakiegokolwiek skoordynowane próby wprowadzenia kompleksowej regulacji. Skutkuje to oczywiście rozproszeniem przepisów i niespójnością terminologiczną, a z drugiej strony – próbami pozaustawowego uregulowania tych kwestii, pozwalającego rynkowi się rozwijać⁷.

Pierwsze uregulowania dotyczące instrumentów pochodnych pojawiły się w II poł. lat 90. ub. w. Wydaje się jednak, że pierwszym w Polsce po 1989 r. aktem prawnym, który posługiwał się terminem „instrumenty pochodne”, był Układ Europejski ustanawiający stowarzyszenie między Rzeczpospolitą Polską a Wspólnotami Europejskimi i ich Państwami Członkowskimi z 1991 r.⁸

Próby uregulowania kwestii istotnych z punktu widzenia nadzorczego, czyli m.in. określenia zasad zaangażowania uczestników rynku w określone transakcje, podjęto w tak istotnych dla rynku finansowego ustawach, jak Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi z 1997 r.⁹, Prawo dewizowe z 1998 r. oraz Prawo bankowe z 1997 r., gdzie z kolei mowa jest o „terminowych operacjach finansowych”. O instrumentach pochodnych wspomina także ustawa o finansach publicznych z 1998 r.¹⁰.

Nowelizacja ustawy o rachunkowości, która weszła w życie 1 stycznia 2002 r.¹¹, wprowadziła do niej pojęcie „instrumentu finansowego”. Na podstawie ustawy o rachunkowości wydano także rozporządzenie Ministra Finansów z 12 grudnia 2001 r. w sprawie szczegółowych zasad uznawania, metod wyceny, zakresu ujawniania i sposobu prezentacji instrumentów finansowych, które w chwili obecnej najbardziej precyzyjnie wskazuje transakcje zaliczane do grupy instrumentów finansowych, ale także definiuje poszczególne instrumenty¹². Od 2001 r. „pochodne instrumenty finansowe” wymieniane są w ustawach o podatku dochodowym od osób prawnych i o podatku dochodowym od osób fizycznych, a od 2004 r. w nowej ustawie o podatku od towarów i usług mowa jest o zbywalnych instrumentach finansowych.

Najpóźniej podjęto działania zmierzające do uregulowania kwestii wynikające z praktyki obrotu gospodarczego, np. dotyczące zabezpieczenia interesów wierzycieli na wypadek upadłości jednej ze stron transakcji, której przedmiotem jest pochodny instrument finansowy (zagadnienia te reguluje ustawa Prawo upadłościowe i naprawcze, które weszło w życie 1 października 2003 r.), czy niepożądaną możliwość uznawania transakcji pochodnych za zobowiązania z gry lub zakładu (przepis wskazujący wyraźnie, że „terminowe operacje finansowe” nie mają takiego charakteru pojawił się w ustawie Prawo bankowe w 2004 r.¹³; bardzo wyraźnie wyeksponowana jest ta kwestia w projekcie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, o którym będzie jeszcze mowa).

Wydaje się, że od czasu, gdy integracja Polski ze Wspólnotami Europejskimi wkroczyła w kulminacyjną fazę (I poł. 2004 r.), mamy do czynienia z nowym etapem regulacji dotyczącej pochodnych instrumentów finansowych, czego wyrazem może być obszerna nowelizacja ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi¹⁴, uchwalenie ustawy o zabezpieczeniach finansowych

⁶ Bardzo szczegółowe opracowanie na ten temat autorstwa T. Nieboraka *Pochodne instrumenty finansowe w ustawodawstwie polskim (Próba systematyzacji terminologicznej)* ukazało się w miesięczniku „Państwo i Prawo” 2003, nr 1, s. 55.

⁷ Na szczególną uwagę i uznanie zasługują w szczególności działania Związku Banków Polskich, które doprowadziły do powstania wzorcowych umów ramowych w zakresie obrotu pochodnymi instrumentami finansowymi, skonstruowanych w oparciu o szeroko przyjętą w praktyce międzynarodowej konstrukcję umowy ramowej International Swaps and Derivatives Association, m.in. umożliwiających stosowanie *nettingu*, jak również zawierających opisy transakcji, stanowiące próbę pozaustawowego ujednoczenia terminologii i koniecznych elementów poszczególnych rodzajów transakcji.

⁸ Załącznik XII c wymieniający usługi finansowe.

⁹ Ustawa w art. 3., ust. 3. mówiła o prawach pochodnych będących papierami wartościowymi.

¹⁰ Art. 30., pkt 3.

¹¹ Ustawa z 9 listopada 2000 r. o zmianie ustawy o rachunkowości – DzU nr 113, poz. 1186.

¹² DzU nr 149, poz. 1674, ze zm.

¹³ Art. 7a, który obowiązuje od 1 maja 2004 r.

¹⁴ Ustawa z 12 marca 2004 r. o zmianie ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi oraz o zmianie innych ustaw – DzU nr 64, poz. 594.

wych z 2 kwietnia 2004 r.¹⁵, a ostatnio – skierowanie do sejmu rządowego projektu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi¹⁶. Jak nietrudno się domyślić, zmiany te wymusza fakt członkostwa we Wspólnotach Europejskich.

Swap jako instrument finansowy oraz jako instrument pochodny (derywat)

Aktualnie jednym z aktów prawnych regulujących jedną z płaszczyzn obrotu pochodnymi instrumentami finansowymi¹⁷ jest wspomniane wcześniej rozporządzenie Ministra Finansów z 12 grudnia 2001 r. w sprawie szczegółowych zasad uznawania, metod wyceny, zakresu ujawniania i sposobu prezentacji instrumentów finansowych. Rozporządzenie nie definiuje pojęcia „instrument finansowy”, stwierdzając jedynie, że przepisy rozporządzenia stosuje się odpowiednio do:

- 1) umów, których przedmiotem są towary, takich jak kontrakty towarowe, opcje i kontrakty *swap*, przewidujących dla jednej ze stron prawo do rozliczenia zobowiązania poprzez wydanie środków pieniężnych albo innych aktywów finansowych, z wyjątkiem przypadku, gdy jednostka:
 - a) zawarła umowę w celu nabycia, sprzedaży lub wykorzystania towarów i nie stwierdza zajścia okoliczności, które uniemożliwiają wykonanie postanowień objętych umową,
 - b) zawierając umowę, miała zamiar nabycia, sprzedaży lub wykorzystania towarów,
 - c) oczekuje wykonania postanowień umowy poprzez dostawę towarów,
- 2) zobowiązań, które na podstawie umowy mogą być rozliczone przez jednostkę drogą wydania aktywów finansowych albo własnych instrumentów kapitałowych, pod warunkiem, że ilość własnych papierów wartościowych niezbędnych dla rozliczenia zobowiązania zmienia się wraz ze zmianą ich wartości godziwej.

Jednocześnie, przepisów rozporządzenia nie stosuje się do:

- 1) instrumentów kapitałowych wyemitowanych lub wystawionych przez jednostkę, w tym udziałów, opcji na akcje własne, praw poboru lub warrantów, praw do akcji i innych instrumentów finansowych, które zgodnie z ustawą jednostka zalicza do kapitału własnego,
- 2) udziałów w jednostkach podporządkowanych,
- 3) praw i zobowiązań wynikających z umów ubezpieczeniowych w rozumieniu ustawy z 22 maja 2003 r. o działalności ubezpieczeniowej (DzU nr 124, poz. 1151),
- 4) praw i zobowiązań wynikających z umów, o których mowa w art. 3., ust. 4. ustawy o rachunkowości¹⁸,
- 5) umów, z których wynika obowiązek dokonania płatności zależnych od warunków klimatycznych, geologicznych lub innych czynników naturalnych,

ale stosuje się do instrumentów pochodnych wbudowanych w umowy, o których mowa w pkt 4. i 5., o ile nie są zależne od czynników wymienionych w pkt 5., oraz do zasad wyłączenia z ksiąg rachunkowych należności finansującego poddanych zamianie na papiery wartościowe (sekurtyzacji), wynikających z umów, o których mowa w art. 3 ust. 4 ustawy o rachunkowości. Z treści rozporządzenia należy jednak wnioskować, że umowy wymienione w punktach 1-5 są instrumentami finansowymi.

Rozporządzenie wprowadza za to definicję instrumentu pochodnego (§ 3., pkt 4.) – jest nim instrument finansowy, którego:

- 1) wartość jest zależna od zmiany wartości instrumentu bazowego, tj. określonej stopy procentowej, ceny papieru wartościowego lub towaru, kursu wymiany walut, indeksu cen lub stóp, oceny wiarygodności kredytowej lub indeksu kredytowego albo innej podobnej wielkości i

¹⁵ DzU nr 91, poz. 871; ustawa ta wdraża dyrektywę 2002/47/WE z 6 czerwca 2002 r. w sprawie ustanawiania zabezpieczeń finansowych (DzUrz WE L 168 z 27 czerwca 2002 r.). Ustawa ta również posługuje się pojęciem instrumentu finansowego – w jej rozumieniu są to tylko papiery wartościowe.

¹⁶ Druk sejmowy nr 3982.

¹⁷ I to też nie bez braków – *de lege ferenda* należy, moim zdaniem, postulować np. uregulowanie kwestii wzajemnych obowiązków informacyjnych między stronami instrumentów finansowych, związanych z wyceną i prezentacją instrumentów, zwłaszcza gdy tylko jedną ze stron transakcji jest profesjonalna instytucja finansowa.

¹⁸ Chodzi o szeroko pojmowany leasing.

- 2) nabycie nie powoduje poniesienia żadnych wydatków początkowych albo wartość netto tych wydatków jest niska w porównaniu do wartości innych rodzajów kontraktów, których cena podobnie zależy od zmiany warunków rynkowych,
- 3) rozliczenie nastąpi w przyszłości.

Rozporządzenie zalicza do instrumentów pochodnych w szczególności transakcje terminowe, takie jak kontrakty *forward* lub *futures*, opcje oraz kontrakty *swap*.

W rozporządzeniu znajduje się obecnie **jedyna definicja legalna kontraktu *swap*** – zgodnie z § 3., pkt 8., kontrakt *swap* to **umowa zamiany przyszłych płatności na warunkach z góry określonych przez strony**.

Obrót pochodnymi instrumentami finansowymi dzieli się na giełdowy i pozagiełdowy. Ma to przełożenie także na podział instrumentów (*exchange traded* i *over-the-counter [OTC] derivatives*), ponieważ instrumenty na różnych rynkach mają różny charakter, co wynika z konieczności standaryzacji instrumentów na rynkach giełdowych. Dokonanie prawidłowego podziału instrumentów finansowych rodzi trudności także (choć, jak już była mowa, nie tylko) na gruncie znowelizowanych przepisów o publicznym obrocie. Prawa pochodne, kontrakty terminowe, instrumenty pochodne to pojęcia, które od niedawna znajdują się w polskim języku prawnym. *Swapy*, zwłaszcza przez ekonomistów, zaliczane są do instrumentów pochodnych (*derivatives*) ze względu na fakt, że ich wartość uzależniona jest od wartości innych instrumentów bazowych (*underlying instruments*). Instrumentem takim może być stopa procentowa, kurs walutowy, indeks giełdowy, *rating* kontrahenta. Także funkcja gospodarcza *swapów* i innych derywatów jest zbieżna, bo służą arbitrażowi, spekulacji lub zabezpieczeniu. Również zasady i zwyczaje obrotu *swapami* są zwykle zbieżne z obowiązującymi ogólnie dla derywatów OTC.

Po nowelizacji ustawy Prawo o publicznym obrocie dokonanej ustawą z 12 marca 2004 r. o zmianie ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi oraz o zmianie innych ustaw, od dnia 1 maja 2004 r., zwraca uwagę rozróżnienie praw pochodnych, będących papierami wartościowymi (kontrakty terminowe, opcje) i podlegających regulacji tej ustawy, od instrumentów finansowych, które papierami wartościowymi nie są. Słusznie wskazuje się, że spełnianie jedynie tej samej funkcji ekonomicznej nie może decydować o przynależności do tej samej grupy czynności prawnych¹⁹.

Prawo o publicznym obrocie zalicza *swapy* do grupy instrumentów finansowych, niebędących w rozumieniu tej ustawy papierami wartościowymi obok kontraktów terminowych, umów *forward*, dotyczących stóp procentowych²⁰ i opcji kupna lub sprzedaży którejkolwiek z instrumentów finansowych. Poza wspólną cechą „pochodności” derywaty niebędące papierami wartościowymi od praw pochodnych w rozumieniu Prawa o publicznym obrocie różni bardzo wiele. Papiery wartościowe, zwłaszcza dopuszczone do obrotu publicznego, są instrumentami płynnymi, standaryzowanymi, a publiczny obrót podlega ścisłemu nadzorowi. Instrumenty wymienione w art. 3a ustawy cech tych nie mają.

Na zakończenie należy także zaznaczyć, że same *swapy* również mogą stanowić instrument bazowy dla innych derywatów, np. tzw. *swapejki*²¹.

Swapy jako terminowe operacje finansowe

Równoległe z pojęciem instrumentów finansowych i pochodnych w polskim prawie funkcjonuje też pojęcie „terminowych operacji finansowych”, które, jak się wydaje, pokrywa się z zakresami pojęć „instrument pochodny” i „pochodny instrument finansowy”, jakie można wydedukować z powyżej wymienionych regulacji, a przynajmniej jest bliskoznaczny w stosunku do pojęcia „instrument pochodny” w rozumieniu rozporządzenia Ministra Finansów z 12 grudnia 2001 r. Prawne znaczenie tej kategorii w chwili obecnej jest znaczne i być może będzie wzrastało, o ile ustawodawca nie posta-

¹⁹ A. Chłopecki, *Opcje i kontrakty terminowe. Zagadnienia prawne*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2001, s. 37.

²⁰ FRA – *forward rate agreement*.

²¹ Ang. *swaption* – opcja, której wykonanie polega na zawarciu w określonym czasie określonego kontraktu *swap*.

nowi ujednoczyć terminologii używając pojęcia „instrumenty finansowe”, albo nie przyjmie innej koncepcji terminologicznej²².

Pojęciem „terminowe operacje finansowe” posługuje się ustawa Prawo bankowe, ale nie wprowadza ona jego definicji²³. Za to przewiduje ona bardzo istotne skutki uznania danej transakcji za terminową operację finansową – zgodnie z art. 7a Prawa bankowego, wprowadzonym ustawą nowelizującą Prawo bankowe od 1 maja 2004 r. – tego rodzaju transakcje nie stanowią gry losowej ani zakładu wzajemnego w rozumieniu odpowiednich przepisów, ani nie stanowią zobowiązania naturalnego, o którym mowa w art. 413. Kodeksu cywilnego²⁴.

Dla terminowych operacji finansowych, dokonywanych w oparciu o umowy ramowe istotny wyjątek od zasad ogólnych czyni Prawo upadłościowe i naprawcze. Zgodnie z art. 85., jeżeli umowa ramowa, której jedną ze stron jest upadły, zastrzega, że poszczególne umowy szczegółowe, których przedmiotem są terminowe operacje finansowe lub sprzedaż papierów wartościowych ze zobowiązaniem do ich odkupu, będą zawierane w wykonaniu umowy ramowej oraz że rozwiązanie umowy ramowej powoduje rozwiązanie wszystkich umów szczegółowych zawartych w wykonaniu tej umowy:

- 1) wierzytelności z tytułu poszczególnych umów szczegółowych zawartych w jej wykonaniu nie są obejmowane układem,
- 2) syndykowi nie przysługuje uprawnienie do odstąpienia od umowy ramowej, o którym mowa w art. 98. tej ustawy,
- 3) każda ze stron może wypowiedzieć umowę ramową z zachowaniem ustalonego w tej umowie sposobu rozliczenia stron na wypadek rozwiązania umowy,
- 4) dopuszczalne jest potrącenie wierzytelności wynikającej z rozliczenia stron,
- 5) do poszczególnych umów szczegółowych, mających za przedmiot terminowe operacje finansowe lub sprzedaż papierów wartościowych ze zobowiązaniem do ich odkupu – nawet jeżeli nie zostały one zawarte w wykonaniu umowy ramowej, o której mowa w ust. 1. – nie stosuje się przepisów art. 98. i 99²⁵.

Nowe prawo upadłościowe wprowadziło jednak, przynajmniej na potrzeby tego przepisu²⁶, definicję terminowych operacji finansowych – są to operacje, w których ustalono cenę, kurs, stopę procentową lub indeks – a w szczególności nabywanie walut, papierów wartościowych, złota lub innych metali szlachetnych, towarów lub praw, w tym umowy obliczone tylko na różnicę cen, opcje i prawa pochodne – zawarte na umówioną datę lub umówiony termin, w obrocie rynkowym.

Swap jako czynność (usługa) maklerska

Zgodnie ze znowelizowanym Prawem o publicznym obrocie działalność maklerska obejmuje wykonywanie czynności polegających m.in. na przyjmowaniu albo przekazywaniu zleceń nabycia lub zbycia niebędących papierami wartościowymi finansowych kontraktów terminowych, umów *forward*,

²² W projekcie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi mowa jest o instrumentach finansowych – kategoria ta obejmuje papiery wartościowe oraz niebędące papierami wartościowymi:

- 1) tytuły uczestnictwa w instytucjach zbiorowego inwestowania,
- 2) instrumenty rynku pieniężnego,
- 3) finansowe kontrakty terminowe oraz inne równoważne instrumenty finansowe, rozliczane pieniężnie, umowy *forward*, dotyczące stóp procentowych, *swapy* akcyjne, *swapy* na stopy procentowe, *swapy* walutowe,
- 4) opcje kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych, opcje na stopy procentowe, opcje walutowe, opcje na takie opcje oraz inne, równoważne instrumenty finansowe rozliczane pieniężnie,
- 5) prawa majątkowe, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od wartości oznaczonych co do gatunku
- 6) rzeczy, określonych rodzajów energii, mierników i limitów wielkości produkcji lub emisji zanieczyszczeń (pochodne instrumenty towarowe),
- 7) inne instrumenty, jeżeli zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym na terytorium państwa członkowskiego lub są przedmiotem ubiegania się o takie dopuszczenie.

Ustawa wprowadza także kategorię maklerskich instrumentów finansowych – są nimi papiery wartościowe oraz instrumenty finansowe, o których mowa w lit. a-d.

²³ Wcześniej, od 7 stycznia 2002 r. do 30 kwietnia 2004 r., ustawa posługiwała się równoległe pojęciami „operacje terminowe” i „terminowe operacje finansowe”.

²⁴ Kwestia ta dotychczas była przedmiotem wątpliwości, niemniej ze względu na rygor określony w art. 413. k.c. większość autorów słusznie nie przyznawała terminowym operacjom finansowym charakteru gry losowej lub zakładu.

²⁵ Wejście w życie tej ustawy uchyliło art. 103. Prawa bankowego, który zawierał w ograniczonym zakresie regulację zastosowaną następnie w art. 85. nowego prawa upadłościowego.

²⁶ Definicja zawarta w ust. 2. wyraźnie odwołuje się do operacji terminowych, o których mowa w ust. 1.

dotyczących stóp procentowych, *swapów* akcyjnych, *swapów* na stopy procentowe, *swapów* walutowych (art. 30., ust. 2., pkt 1., lit. d). Prowadzenie działalności maklerskiej wymaga co do zasady zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd.

Ustawa dopuszcza jednak dokonywanie takich czynności przez inne podmioty. Wówczas świadczenie takich usług traci charakter licencjonowanej działalności maklerskiej. Zgodnie z art. 30a, ust. 1., banki oraz inne podmioty mogą świadczyć wymienione usługi na zasadach określonych w odrębnych ustawach, o ile przedmiotem tych usług nie są papiery wartościowe dopuszczone do publicznego obrotu, z wyłączeniem papierów wartościowych, o których mowa w art. 6., ust. 1. ustawy²⁷.

Swap jako czynność prawna

Po przedstawieniu zagadnień publicznoprawnych przejdę teraz do omówienia zagadnień cywilistycznych. Biorąc za podstawę jedyną definicję legalną znajdującą się, jak przypominę, w rozporządzeniu Ministra Finansów z 12 grudnia 2001 r., należy stwierdzić, że *swap* jest kontraktem, czyli umową, a także umową polegającą na zamianie płatności.

Kontrakt *swap* ma charakter konsensualny, rozporządzający, jak również odpłatny. Mimo że przy zawieraniu kontraktów *swap* często występuje pośrednik (*dealer*), należy przyjąć, że *swapy* nie są umowami wielostronnymi²⁸. Kontrakt *swap*, tak jak wiele innych instrumentów pochodnych, można uznać za umowę losową²⁹, ale bardziej w potocznym rozumieniu, gdyż w sensie prawnym, jak była mowa wcześniej, nie stanowi on zobowiązania z gry lub zakładu.

Kontrakty *swap* mają charakter kausalny (*causa obligandi*). Jako że świadczenia stron kontraktu *swap* są dla siebie odpowiednikami, będzie on bez wątpienia umową wzajemną³⁰. Na gruncie prawa polskiego zastosowanie zatem znajdują tu np. cywilnoprawne regulacje o wykonaniu i skutkach niewykonania zobowiązań z umów wzajemnych, dotyczące takich aspektów, jak możliwość powstrzymania się ze spełnieniem świadczenia³¹, prawo odstąpienia od umowy czy skutki następczej niemożliwości świadczenia.

²⁷ Art. 6., ust. 1. dopuszcza publiczny obrót papierami wartościowymi poza rynkiem regulowanym oraz bez pośrednictwa spółek i banków prowadzących działalność maklerską, o ile przedmiotem obrotu są papiery skarbowe i oparte na nich prawa pochodne.

²⁸ Konfiguracja kontraktów *swapowych* może być wysoce skomplikowana, a transakcja jako całość może mieć miejsce między wieloma kontrahentami (np. tzw. *cocktail swaps* – są to skomplikowane transakcje, wykorzystujące różne typy *swapów* i zawierane pomiędzy więcej niż dwoma podmiotami), ale u podstawy zawsze będzie leżał pojedynczy, dwustronny kontrakt. Por. Basel Committee for Banking Supervision *Risk Management Guidelines for Derivatives*, Lipiec 1994, s. 2, p. I.1: “While some derivatives instruments may have very complex structures, all of them can be divided into the basic building blocks of options, forward contracts or some combination thereof. The use of these basic building blocks in structuring derivatives instruments allows the transfer of various financial risks to parties who are more willing, or better suited, to take or manage them” (źródło: <http://www.bis.org/publ/bcbssc211.pdf>).

²⁹ Por. A. Borowski, *Konstrukcja i charakter prawny umów dotyczących instrumentów pochodnych*, C.H. Beck, Warszawa, 2005, s. 176.

³⁰ *Ibidem*, s. 177. Autor stwierdza: „jedna ze stron w chwili rozliczenia kontraktu poniesie stratę i będzie zmuszona wypłacić partnerowi różnicę pomiędzy kursem rynkowym a jego ceną ustaloną w umowie (...). W ostatecznym rozrachunku zasadnicza nieekwiwalentność świadczeń stron sprawia, że kontrakt *swapu* walutowego trudno uznać za umowę wzajemną”. Nie można, moim zdaniem, zgodzić się z tą tezą. To, że w danej transakcji towar nie odpowiada wartością zapłaconej cenie, nie przesądza o tym, że umowa sprzedaży nie będzie co do zasady umową wzajemną. Zasadniczym motywem, dla którego strony zawierają kontrakt *swap*, jest właśnie to, że obie liczą na zmiany rynkowe korzystne dla siebie, ale uzgadniane warunki transakcji zakładają właśnie ekwiwalentność kwot walut, czy wysokości stóp procentowych. Por. W. Czachórski, *Zobowiązania. Zarys wykładu*, Wydawnictwa Prawnicze PWN, Warszawa 1999, s. 131.

Z odpłatnością i wzajemnością wiąże się zagadnienie „ceny” kontraktu *swap*. W praktyce, ze względu m.in. na zamiar strony inicjującej negocjacje uzyskania konkretnego rezultatu poprzez zawarcie kontraktu *swap*, świadczenie jednej ze stron jest określone już przy rozpoczęciu negocjacji, zaś strony negocjują jego ekwiwalent. W zależności od tego, po której „stronie” kontraktu znajdzie się każdy z podmiotów chcących go zawrzeć, cena ta może być różna. Przykład: przyjmijmy, że strona A chce dokonać zamiany płatności opartej na kwocie nominalnej w PLN według stopy stałej 6,5% p.a., i że w danych warunkach rynkowych „idealnym” odpowiednikiem takiej płatności będzie WIBOR 1M+1p.p. Jeżeli strona A zaoferuje płatność opartą na stopie stałej i będzie chciała otrzymać płatność opartą na stopie zmiennej, strona B będzie chciała „nabyć” tą płatność od strony A z dyskontem, np. WIBOR 1M+0,75 p.p., ale jeśli strona A zechce otrzymać płatność opartą na stopie stałej – wówczas strona B doliczy sobie marżę i odpowiednikiem tym będzie np. WIBOR 1M+1,25 p.p.

³¹ Możliwość powstrzymania się od spełnienia świadczenia w praktyce może mieć o tyle marginalne zastosowanie, że rozliczenie może następować przez umowną kompensację świadczeń i płatności dokonywać będzie jedynie jedna ze stron umowy. Należy jednak pamiętać, że wymiany płatności nie muszą występować w tych samych terminach (płatności kwartalne v. płatności comiesięczne itp.) oraz że uprawnienie do powstrzymania się ze spełnieniem świadczenia, przysługujące na

Na gruncie praktyki rynkowej forma, w jakiej kontrakt *swap* jest zawierany, jest trudna do jednoznacznego określenia. Kontrakty te zawierane są najczęściej na podstawie umów ramowych, będących w formie pisemnej, w których wykonaniu zawierane są poszczególne transakcje³² i należy przyjąć, że poszczególne *swapy* stanowią osobne czynności prawne³³. Z kolei uzgodnienie warunków transakcji dokonywane jest zwykle telefonicznie i przyjmuje się, że transakcja została zawarta w drodze rokowań.

Dowodem na dokonanie czynności jest rejestracja rozmowy. Dla poprawy pewności obrotu, strony wymieniają następnie potwierdzenia, ale nie stanowią one wymiany oświadczeń woli w formie pisemnej, gdyż zwykle nie zawierają odręcznego podpisu i wymieniane są za pomocą telefaksu, poczty elektronicznej czy SWIFT. Potwierdzenia nie stanowią „silniejszego” dowodu od nagrania, ponieważ – co do zasady – rozbieżności między potwierdzeniem a zapisem rozmowy są rozstrzygane poprzez konfrontację treści potwierdzenia z nagraniem. Następnie – w razie pomyłki – następuje kolejna wymiana skorygowanych potwierdzeń, albo – jeśli pomyłki nie było – transakcja traktowana jest jako zawarta na warunkach określonych w pierwotnych potwierdzeniach.

W chwili obecnej między przedsiębiorcami forma pisemna czynności co do zasady nie jest obligatoryjna. Wydaje się, że *de lege lata* strony powinny dążyć do takiego skonstruowania umowy ramowej, by na wypadek sporu dopuścić przed sądem jak najszerszy wachlarz środków dowodowych, a więc np. nie dopuścić do skutku zastrzeżenia formy pisemnej określonego w art. 74., § 1 k.c. Należy, moim zdaniem, oczekiwać, że w przyszłości problemy dowodowe zostaną częściowo wyeliminowane przez powszechne zastosowanie kwalifikowanego podpisu elektronicznego.

Swap a cywilnoprawna umowa zamiany

Od strony prywatnoprawnej najistotniejszym zagadnieniem wciąż pozostaje prawna ocena przedmiotu kontraktu. Ekonomiczne określenia „wymiana strumieni płatności” czy „zamiana jednego ryzyka na inne” w sensie prawnym niewiele mówią. Czy „strumienie płatności” stanowią prawo majątkowe?

podstawie art. 491., § 1. k.c. nie przysługuje stronie, która w chwili zawarcia umowy wiedziała o złym stanie majątkowym kontrahenta.

³² Koncepcja zawierania transakcji pochodnych na podstawie umów ramowych narodziła się jeszcze w latach 80. i jest efektem szybkiego rozwoju zwłaszcza międzynarodowego rynku pochodnych instrumentów finansowych. Po okresie dominacji takich standardów, jak ICOM, IFEMA, FEOMA, największą „rozpoznawalność” uzyskał standard opracowany przez International Swaps and Derivatives Association (ISDA), wprowadzony do użycia w 1992 r. (ISDA Master Agreement w wersjach *local-currency/single-jurisdiction* oraz *multi-currency/cross-border*). W 2002 r. ISDA opublikowała kolejną wersję umowy ramowej. Podstawową zasadą jest funkcjonowanie umowy ramowej (*master agreement*) w stałym brzmieniu, które strony, w zależności od potrzeb, mogą zmieniać za pomocą umowy dodatkowej (*schedule*) i ew. innych dokumentów. Ze względu na bogactwo towarzyszących dokumentów począwszy od zbiorów definicji, poprzez dokumentację przygotowaną specjalnie dla określonych segmentów rynku (por. np. „ISDA Commodity Derivatives Definitions And Supplements” – <http://www.isda.org/publications/isdacommderivdefs.html>), a na umowach „pomostowych” (*bridge agreements*), pozwalających objąć umową ramową ISDA transakcje zawarte na podstawie różnych umów ramowych. Więcej na ten temat: <http://www.isda.org>.

W wielu krajach funkcjonują krajowe umowy ramowe (np. francuska „Convention-cadre AFB relative aux opérations de marché terme”, niemiecka „Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte”, szwajcarska „Schweizer Rahmenvertrag für OTC-Derivate [2003]”). W Polsce taka umowa powstała pod patronatem Związku Banków Polskich w 2003 r. i na razie rynek „uczy się” korzystać z tego standardu – przykładowo, o ile w przypadku ISDA MA w zasadzie nie ma wątpliwości, że przedstawiona przez kontrahenta umowa ramowa jest zgodna ze standardem (*schedule* zawiera klauzulę, która wskazuje stronę odpowiedzialną za wydrukowanie umowy ramowej, i która w przypadku rozbieżności daje pierwszeństwo zapisom umowy wzorcowej), zaś strony zmiany wynikające z ich specyficznych potrzeb uzgadniają w *schedule*, to na rynku polskim pojawiają się na razie dość często umowy „oparte” na standardzie rekomendowanym przez ZBP, niektóre nieprzewidujące nawet umowy dodatkowej. Dokumentacja ZBP dostępna jest pod adresem: <http://www.zbp.pl>.

Bankowcy Unii Europejskiej również postawili sobie za cel stworzenie europejskiej umowy ramowej – pod auspicjami Federacji Banków Europejskich (FBE) powstały dwie wersje European Master Agreement (z lat 2001 i 2004). Nie jest to jednak standard szeroko rozpowszechniony i raczej nie zanoszą się, by nawet na rynku europejskim był on popularniejszy od ISDA MA.

³³ O ile strony negocjują każdorazowo warunki poszczególnych transakcji, to – co do zasady – ich wspólne postanowienia umowne (np. procedura zawierania transakcji, zasady rozliczania, zabezpieczenia wiarygodności, zasady postępowania na wypadek niewykonania umowy itd.) uzgodnione są w umowie ramowej.

Swapy mają zwykle charakter nierzeczywisty – strony nie zaciągają od siebie rzeczywistych pożyczek³⁴, ale tylko rozliczają się poprzez zapłatę (często skompensowanych) odsetek, różnic kursowych, pożyczków z aktywów itp.

Podstawowa wątpliwość co do uznania *swapów* za umowę nazwaną zamianą leży w tym, czy strony kontraktu przenoszą między sobą prawa oraz czy kodeksowa zamiana obejmuje zamianę praw. Odpowiedź na pierwsze pytanie zależy od tego, czy uznamy, że strony zamieniają między sobą prawa majątkowe, tj. prawa do określonych płatności, czy przyjmiemy, że umawiają się one, że będą między sobą rozliczać się tak, jakby nastąpiła zamiana określonych aktywów przynoszących określone korzyści. Moim zdaniem, przyjęcie, że następuje zamiana praw do otrzymania określonych płatności jest jak najbardziej zasadne³⁵.

Druga wątpliwość dotyczy tego, czy art. 603. i 604. k.c. mają zastosowanie do czynności prawnej, w której strony wymieniają między sobą określone ekwiwalentne (w założeniu) prawa majątkowe. Tu za wyjściową należy uznać, moim zdaniem, regulację sprzedaży rzeczy. Na mocy art. 555. k.c. regulację tę odpowiednio stosuje się do sprzedaży praw, a na mocy art. 604. k.c. – do zamiany rzeczy. Brakuje tu spoiwa w postaci przepisu nakazującego stosować przepisy o sprzedaży rzeczy do zamiany praw, ponieważ kodeksowa regulacja umowy zamiany sprowadza się do nakazu odpowiedniego stosowania przepisów o sprzedaży.

Wielu autorów nie ma wątpliwości co do zasadności do uznania czynności zamiany praw za umowę zamiany w rozumieniu art. 603. k.c.³⁶. Stosowanie przepisów o sprzedaży rzeczy do czynności zamiany praw, moim zdaniem, powinno jednak odbywać się w drodze analogii.

Właściwą odpowiedź w tym względzie dają przepisy podatkowe – ustawa o podatku dochodowym od osób prawnych, ustawa o podatku od towarów i usług oraz ustawa o rachunkowości – które kwalifikują instrumenty finansowe³⁷ jako osobną grupę czynności podlegającą opodatkowaniu na swoistych zasadach.

Swap a cesja praw i pożyczka

O uznaniu *swapów* za umowy pożyczki na gruncie polskiego prawa nie może być oczywiście mowy³⁸ – operacje te nie polegają (z wyłączeniem *currency swaps*) na przeniesieniu ich przedmiotu na własność biorącego pożyczkę. Funkcjonalnie korzyść ekonomiczna z transakcji bierze się stąd, że obie strony posiadają aktywa i pasywa obarczone określonym ryzykiem, po czym dokonują czynności pozwalającej zamienić te ryzyka, ale zwykle³⁹ nie następuje przeniesienie praw do tych aktywów i pasywów. Nie przenoszą one też między sobą praw i obowiązków z umów zawartych z innymi podmiotami, dlatego też *swapów* nie można uznać za kombinację przelewów, czy przejęć długów.

Podsumowanie

Kontrakty *swap* ze względu na uniwersalność swojej konstrukcji mogą przybierać bardzo różne formy, zbliżone wszakże do innych instrumentów finansowych. *IRS* może być zbliżony do transakcji *FRA*, a *credit default swap* w swej ekonomicznej funkcji jest zbliżony do ubezpieczenia kredytu⁴⁰.

³⁴ Nie następuje tu przeniesienie własności środków pieniężnych z obowiązkiem zwrotu, wyjątek stanowią jednak *swapy* walutowe, które polegają na wymianie jednej waluty na drugą po kursie *spot* z jednoczesnym ustaleniem dokonania w przyszłości transakcji odwrotnej po kursie terminowym (kombinacja transakcji *spot* i *forward*) – por. J. Hull., *op.cit.*, s. 184.

³⁵ Czynnością o nieco zbliżonym charakterze jest zbycie jednostek uczestnictwa przez fundusz inwestycyjny – zbywane jest prawo, którego warunkiem powstania jest czynność sprzedaży.

³⁶ Por. M. Safjan w: *Kodeks cywilny. Komentarz*, red. K. Pietrzykowski, t. II, C.H. Beck, Warszawa 1998, s. 140; W. Czachórski, *op.cit.*, s. 378; Z. Radwański, J. Panowicz-Lipska *Zobowiązania – część szczegółowa*, C.H. Beck, Warszawa 1998, s. 58.

³⁷ O zbywalnych IF mówi ustawa o vat (art. 86., ust. 9., pkt 4.); o pochodnych IF – ustawa o podatku dochodowym od osób prawnych (art. 16., ust. 1b).

³⁸ Musiałaby to być transakcja pożyczki równoległej. Ten rodzaj pożyczki uznaje się co prawda za pierwowzór *swapów*, ale należy pamiętać, że przy pożyczkach równoległych zawierane są dwie umowy, a w całej transakcji biorą udział cztery podmioty.

³⁹ Jak już była mowa, wyjątek stanowią *currency swaps*.

⁴⁰ *Credit default swap* – instrument finansowy zaliczany do kredytowych instrumentów pochodnych, umożliwiający ochronę inwestora przed skutkami ogłoszenia wstrzymania wypłaty należności (*default*), wynikających z emitowanego przez dany podmiot papieru dłużnego bądź kredytu. Rekompensatą dla strony przejmującej ryzyko jest okresowa opłata (*fee*) wyrażona

Z tego względu pożądane wydaje się względnie precyzyjne zdefiniowanie tych kontraktów i innych pochodnych instrumentów finansowych w ustawie, jak również odniesienie do tych definicji w innych aktach prawnych, regulujących różne aspekty funkcjonowania derywatów na rynku (np. nadzór i regulacje ostrożnościowe, rachunkowość, podatki, upadłość, forma czynności prawnych). Powyższa różnorodność, a z drugiej strony – pewne funkcjonalne podobieństwa występujące pomiędzy różnymi instrumentami stanowią również o trudności wprowadzenia takiego uregulowania, co wszakże nie usprawiedliwia rozproszenia i braku konsekwencji, jaki aktualnie panuje w polskim prawie⁴¹.

Biorąc pod uwagę doświadczenia zagraniczne⁴², w Polsce należy spodziewać się wzrostu stopnia uregulowania obrotu *swapami* i innymi pochodnymi instrumentami finansowymi. W sferze prywatnoprawnej w chwili obecnej da się dostrzec przede wszystkim pewne braki polegające na wynikającym z charakteru niektórych czynności obowiązku stosowania przepisów bezwzględnie obowiązujących. Z drugiej strony, w przypadku czynności o trudnym do uchwycenia charakterze na płaszczyźnie prywatnoprawnej ciężko jest również jednoznacznie stwierdzić, czy taki obowiązek w danym wypadku rzeczywiście zaistnieje. W przypadku instrumentów pochodnych taki stan prawny daje skutki niezamierzone i niepożądane (np. w zasadzie uregulowane już kwestie uznawania instrumentów pochodnych za umowy losowe czy prawo syndyka odstąpienia od umów wzajemnych, umożliwiające wykonanie tylko tych korzystnych dla masy⁴³). Wydaje się jednak, że pierwszeństwo należy dać tu zasadzie swobody gospodarczej i wynikającej z niej zasadzie swobody umów, dlatego rygor stosowania norm bezwzględnie obowiązujących, sprzecznych z charakterem tych czynności powinien być złagodzony, po uprzedniej prawidłowej identyfikacji tych ograniczeń.

Wymienione zagadnienia powinny zostać uregulowane, ale konsekwentnie, w ramach ogólnego procesu wzrostu regulacji z zakresu rynków finansowych, który będzie miał moim zdaniem miejsce na płaszczyźnie nadzoru nad rynkami finansowymi. Wraz z postępującą globalizacją oraz wzrastającą szybkością i wielkością obrotu instytucje nadzorcze zwiększają zakres i intensywność wykorzystywanych środków⁴⁴. Rozrost regulacji będzie miał również na płaszczyźnie czysto prywatnoprawnej. Świadczą o tym, podejmowane działania prowadzące do ujednoczenia lub harmonizacji przepisów, zwłaszcza w obrębie poszerzającej się Unii Europejskiej⁴⁵.

Literatura:

- A. Borowski, *Konstrukcja i charakter prawny umów dotyczących instrumentów pochodnych*, C.H. Beck, Warszawa 2005.
- A. Chłopecki, *Opcje i kontrakty terminowe*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2001.
- A. Chłopecki, *Instrumenty finansowe na rynku kapitałowym*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2004, nr 7;
- W. Czachórski, *Zobowiązania. Zarys wykładu*, Wydawnictwo Prawnicze PWN, Warszawa 1999.
- J. Hull, *Kontrakty terminowe i opcje. Wprowadzenie*, WIG-Press, Warszawa 1999.

w punktach bazowych od wartości nominalnej. Źródło: „Rynek kapitałowy” <http://www.rk.pl/narzedzia/sownik-swapow.asp>.

⁴¹ Por. A. Chłopecki, *Instrumenty finansowe na rynku kapitałowym*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2004, nr 7.

⁴² Pod koniec lat 90. Amerykanie podjęli działania zmierzające do ściślejszego objęcia kontrolą derywatów OTC – por. raport prezydenckiej grupy roboczej *Over-the-Counter Derivatives Markets and the Commodity Exchange Act. Report of The President's Working Group on Financial Markets* (<http://www.treas.gov/press/releases/docs/otcact.pdf>). Zdaniem autorów raportu, niepewność prawa przesądzić mogła w krótkiej perspektywie o przeniesieniu transakcji na inne rynki. Na rynkach Unii Europejskiej działania prowadzone są w ramach strategii lizbońskiej, której elementem jest Financial Services Action Plan. Podstawowym czynnikiem hamującym rozwój rynków był m.in. problem zabezpieczeń, którego próbą rozwiązania jest dyrektywa o zabezpieczeniach finansowych (*Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002 on financial collateral arrangements*), która w Polsce implementowana jest ustawą z dnia 2 kwietnia 2004 r. o niektórych zabezpieczeniach finansowych.

⁴³ Takie postępowanie jest obrazowo zwane *cherry picking*.

⁴⁴ Por. np. działania Wspólnego Forum (*The Joint Forum*) Komitetu Bazylejskiego (BCBS), Międzynarodowej Organizacji Komisji Papierów Wartościowych (IOSCO) i Międzynarodowego Stowarzyszenia Nadzorców Ubezpieczeniowych (IAIS) – <http://www.bis.org/bcbs/jfabout.htm>.

⁴⁵ Por. np. założenia programu „A more coherent European contract law – an action plan” z 2003 r.

- A. McDougal, *Swapy. Techniki zawierania transakcji i zarządzanie ryzykiem*, ABC, Kraków, 2001.
- M. Safjan, [w:] *Kodeks cywilny. Komentarz*, red. K. Pietrzykowski, t. II, C.H. Beck, Warszawa 1998.
- Z. Radwański, [w:] *Zobowiązania – część szczegółowa*, red. Z. Radwański, J. Panowicz-Lipska, C.H. Beck, Warszawa 1998.
- Basel Committee for Banking Supervision, *Risk Management Guidelines for Derivatives*, Bazylea, 1994 – <http://www.bis.org/publ/bcbssc211.pdf>.
- The President's Working Group on Financial Markets, *Over-the-Counter Derivatives Markets and the Commodity Exchange Act*, Waszyngton, 1999 – <http://www.treas.gov/press/releases/docs/otcact.pdf>.
- Rynek Kapitałowy, *Słownik swapów* – <http://www.rk.pl/narzedzia/sloownik-swapow.asp>.

Literatura polecana:

- T. Nieborak, *Pochodne instrumenty finansowe w ustawodawstwie polskim (Próba systematyzacji terminologicznej)*, „Państwo i Prawo” 2003, nr 1.
- Basel Committee on Banking Supervision – <http://www.bis.org/bcbs>.
- Fédération Bancaire Française – <http://www.fbf.fr>.
- European Banking Federation – <http://www.fbe.be>.
- International Association of Insurance Supervisors – <http://www.iaisweb.org>.
- International Organization of Securities Commissions – <http://www.iosco.org>.
- International Swaps and Derivatives Association – <http://www.isda.org>.
- Komisja Europejska, *Communication from the Commission to the European Parliament and the Council „A more coherent european contract law – an action plan”*, Bruksela, 2003 – http://europa.eu.int/comm/consumers/cons_int/safe_shop/fair_bus_pract/cont_law/com_2003_68_en.pdf.
- Rynek Kapitałowy – <http://www.rk.pl>.
- Schweizerische Bankiervereinigung – <http://www.swissbanking.org>.
- Związek Banków Polskich – <http://www.zbp.pl>.